

## Методологічні підходи дослідження стратегій управління вартістю підприємства

В статті проаналізовано особливості, переваги та недоліки методів дослідження стратегічних підходів до оцінки ринкової вартості підприємства.

**вартість підприємства, стратегія управління вартістю, методологічні підходи, оцінка вартості**

Економічно розвинуті країни світу успішно застосовують систему управління вартістю для ефективного функціонування великих і малих підприємств різного профілю, яка надає великі можливості власникам і акціонерам контролювати результати діяльності підприємств, передбачає якісне покращення стратегічних і оперативних рішень на всіх рівнях організації.

Концепція управління вартістю є об'єктом підвищеної уваги та ретельних досліджень з боку провідних зарубіжних та вітчизняних науковців, проте, технологія та стратегія управління вартістю потребують подальшого вивчення, аналізу та вдосконалення, особливо для визначення її сутності та існуючих методів оцінювання вартості підприємств і фінансових установ. Крім того, в застосуванні стратегії управління й підходів розрахунку вартості існує проблема адаптації накопиченого міжнародними корпораціями досвіду до підприємств і фінансових установ країн з перехідною економікою або політичною нестабільністю.

Останнім часом все більше економістів-аналітиків наполягають на тому, що управління підприємством повинно бути спрямоване на підвищення його ринкової вартості, і що вартість підприємства – найкращий критерій оцінки ефективності його діяльності [1]. Не дивлячись на інтерес, що існує у вітчизняній і зарубіжній літературі до досліджуваної проблематики, на сьогоднішній день не розроблено такої системи управління, яка, націлюючи менеджмент підприємства на збільшення його вартості, дозволяла б контролювати та відстежувати всі чинники, що впливають на неї, і, у разі виникнення відхилень, ухвалювати рішення по контр-управлінню або по перегляду раніше встановлених планових показників. Для організації й впровадження такої системи на підприємстві необхідне розроблення відповідного методичного та інструментального апарату.

**Метою** даного дослідження є аналіз існуючих методологічних підходів для визначення вартості підприємств, виявлення їх переваг і недоліків, вибір найоптимальнішого методу для формування стратегії управління. Актуальність саме такого дослідження обумовлена необхідністю застосування новітніх методів управління вартістю, адже діяльність переважної більшості українських підприємств свідчить про їх нерозуміння, який саме вид вартості є визначальним і які методи слід використовувати для її розрахунку.

У сучасній теорії цінності діяльності виділено три основні підходи до визначення ринкової вартості підприємства – це порівняльний, витратний і прибутковий [1]. Кожен із них припускає використання для оцінки властивих йому методів. Проведений аналіз сучасної практики за допомогою вказаних методів дозволив виявити ряд недоліків проведення такої оцінки.

Оцінка вартості бізнесу із застосуванням методів витратного підходу здійснюється, виходячи з величини тих активів і зобов'язань, які придбала компанія за період свого функціонування на основі принципу заміщення [2].

Активи та зобов'язання компанії в рамках витратного підходу приймаються в розрахунку за ринковою вартістю. Витратний підхід в оцінці вартості компанії розглядає вартість компанії з точки зору зазначених витрат. Базовою формулою у витратному підході є: власний капітал = активи – зобов'язання.

Оцінка вартості бізнесу витратним підходом припускає наявність наступних основних процедур:

- аналіз бухгалтерського балансу на момент оцінки;
- збір інформації про ринкову вартість активів і зобов'язань компанії;
- визначення ринкової (або іншої – відповідно до бази оцінки) вартості матеріальних активів компанії, фінансових вкладень, нематеріальних активів
- визначення ринкової вартості зобов'язань компанії;
- визначення вартості компанії (бізнесу) як різниці між сумарними вартостями його активів і зобов'язань.

Основними методами витратного підходу є: метод чистих активів і метод ліквідаційної вартості.

Стосовно методу чистих активів застосовуються всі загальні правила оцінки вартості бізнесу, встановлені для методів витратного підходу.

Розрахунок вартості бізнесу за методом чистих активів здійснюється для компаній, що знаходяться в стані припинення діяльності, репрофілювання або банкрутства. Вартість таких компаній дорівнює вартості їх чистих активів, розрахованих згідно відомих методик [1,2,3,4], в основу яких покладено визначення вартості чистих активів за ринковою вартістю з використанням базової формули витратного підходу. Основною перевагою методу є те, що він ґрунтується на конкретних активах, які знаходяться у власності компанії, а недоліком - в розрахунках не враховуються очікувані та майбутні результати діяльності оцінюваного бізнесу.

Базисом для визначення ліквідаційної вартості бізнесу є ліквідаційна вартість активів і зобов'язань. Визначення ліквідаційної вартості активів передбачає оцінку вартості активів з урахуванням обмеженого терміну експозиції при їх продажу з відрахуванням витрат, пов'язаних з ліквідацією компанії. Зобов'язання приймаються до розрахунку за ринковою вартістю. Відносно інших процедур методу ліквідаційної вартості застосовуються загальні правила оцінки бізнесу, встановлені для витратного підходу.

Оцінка вартості бізнесу із застосуванням методів порівняльного підходу здійснюється шляхом порівняння (співставлення) об'єкту оцінки з аналогічними об'єктами, відносно яких є інформація про ціни операцій з ними, або з цінами раніше завершених операцій з об'єктом оцінки [2]. Джерелами інформації про ціни операцій з аналогічними об'єктами є, перш за все,:

- дані про ціни операцій з акціями та іншими цінними паперами, здійснюваними на відкритих фондових ринках у випадку, якщо об'єкт такої операції не надає його власникові будь-які повноваження контролю;
- дані про ціни операцій з акціями та іншими цінними паперами, частками (внесками) в статутних капіталах у випадку, якщо об'єкт такої операції надає його власникові всі або деякі повноваження контролю;
- дані про ціни операцій у формі злиття, приєднань (поглинань) або продажу компанії (бізнесу) в цілому.

Залежно від наявності та доступності інформації, характеристик об'єкту оцінки, предмету та умов передбачуваної операції з об'єктом оцінки в рамках порівняльного

підходу оцінювачем застосовуються такі методи: метод ринку капіталу (метод компанії-аналога); метод операцій; метод галузевих коефіцієнтів.

Метод ринку капіталу заснований на ринкових цінах акцій схожих компаній. Він ґрунтується на фінансовому аналізі оцінюваної і порівняльних компаній. В процесі відбору компаній-аналогів враховуються такі ознаки порівняння: тотожність виготовленої продукції, її якість та об'єми; ідентичність періодів, що вивчаються; порівняння стратегії розвитку та фінансових характеристик; співставність тощо.

Визначення ринкової вартості власного капіталу компанії порівняльним методом засноване на використанні оціночних мультиплікаторів – коефіцієнтів, які показують співвідношення між ринковою ціною компанії або акції та фінансовою базою. Фінансова база оціночного мультиплікатора є, по суті, показником, який відображає фінансові результати діяльності компанії, до яких можна віднести не лише прибуток, але й грошовий потік, дивідендні виплати, виручку від реалізації тощо [3].

Існує багато оціночних мультиплікаторів, які використовуються для оцінки вартості бізнесу. Їх можна поділити на два види: інтервальні та миттєві. До інтервальних мультиплікаторів відносяться: ціна/прибуток; ціна/грошовий потік, ціна/дивідентні виплати; ціна/виручка від реалізації. До миттєвих мультиплікаторів відносяться: ціна/балансова вартість активів; ціна/чиста вартість активів.

Вибір найдоречнішого з них визначається для кожної конкретної ситуації:

- $P/R$  – ціна/валові доходи (застосовується, коли оцінювана та порівнювальні підприємства мають схожі операційні витрати;
- $P/EBT$  – ціна/прибуток до оподаткування (переважаючий для порівняння підприємств, що мають різні податкові умови).

В оцінці вартості бізнесу для отримання об'єктивніших даних рекомендується застосовувати декілька мультиплікаторів одночасно.

Застосування методу ринку капіталу (компанії-аналога) допускається у разі використання як мінімум трьох аналогів об'єкту оцінки за кожним використовуваним оціночним мультиплікатором. Незважаючи на можливе отримання максимально наближеного до дійсності результату, застосування цього методу пов'язане з окремими труднощами, до яких належить: організаційно-правова форма компанії та складність у виборі компанії-аналога.

Метод операцій – окремий випадок методу ринку капіталу, заснований на аналізі цін купівлі-продажу контрольних пакетів акцій компаній-аналогів або аналізі цін придбань компаній загалом. Ціна акцій приймається за наслідками операцій на світових фондових ринках. В основі цього методу лежить визначення мультиплікаторів на базі фінансового аналізу та прогнозування.

Головна відмінність методу операцій (продажів) від методу ринку капіталу полягає в тому, що перший визначає рівень вартості контрольного пакету акцій, що дозволяє повністю управляти компанією, тоді як другий - визначає вартість компанії на рівні неконтрольного пакету.

Метод галузевих коефіцієнтів полягає в тому, що на основі аналізу практики продажу бізнесу в тій чи іншій галузі виводиться певна залежність між ціною продажу та певним показником. Цей метод в основному використовується для оцінки невеликих підприємств і носить допоміжний характер. Джерелом інформації є, як правило, результати спеціалізованих галузевих досліджень (оглядів), складених на основі аналізу не менше, як половини підприємств даної галузі, які зіставляються за розміром з оцінюваним. У вітчизняній практиці цей метод поки що не набув достатнього поширення у зв'язку з відсутністю необхідної інформації, що вимагає тривалого періоду спостереження.

Сьогодні найважливішими характеристиками ринку є зниження вимог інвесторів до термінів окупності проектів і зростання інтересу потенційних покупців до виробничих підприємств, що мають в своєму складі реальні активи. Виходячи з цього можна припустити, що в найближчі роки зростуть значення всіх мультиплікаторів, а також питома вага чинника вартості матеріальних активів.

Основною перевагою порівняльного підходу до оцінки вартості порівняно з іншими методами є те, що він враховує кон'юнктуру ринку та реальні пріоритети інвесторів. Звичайно, не можна говорити про те, що вартість бізнесу, визначена порівняльним методом, співпадає з підсумковою вартістю операції [3]. Разом з тим, практичний досвід підтверджує, що відхилення результатів оцінки, проведеної з використанням мультиплікаторів, від ціни, отриманої за професійним розрахунком вартості підприємства, не перевищує 10%. Це дозволяє розглядати результати оцінки, отриманої порівняльним методом, як важливий орієнтир при продажу компаній.

В рамках групи динамічних методів прибутковий підхід є на даний час найпоширенішим. У недавньому дослідженні міжнародного клубу оцінювачів найбільше число опитаних фахівців поставили саме цей метод на перше місце за частотою використання (рис.1) [4].

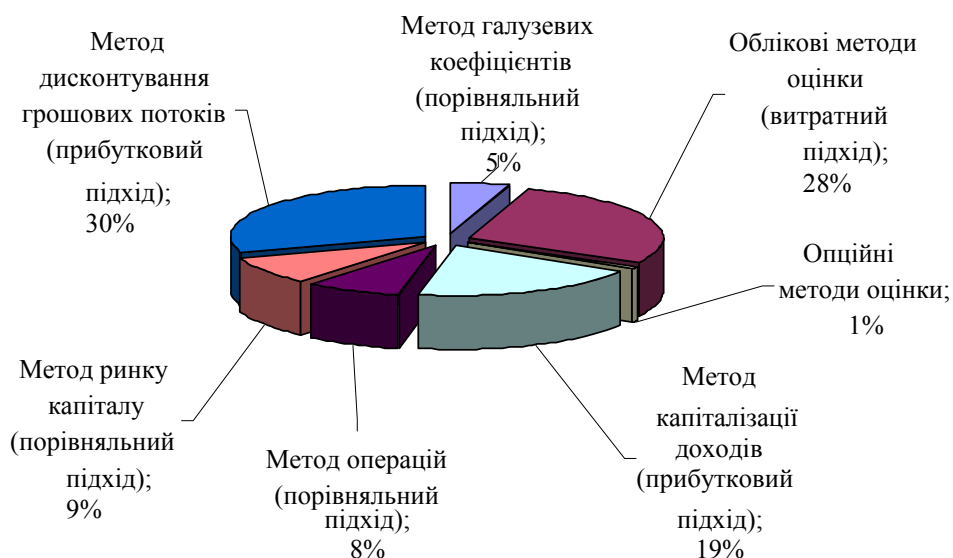


Рисунок 1 - Частка використання різних методів для оцінки бізнесу

Оцінка бізнесу методами прибуткового підходу припускає проведення наступних основних процедур:

- підготовка фінансової звітності оцінюваної компанії;
- прогнозування на основі аналізу фінансового стану компанії показників доходу та витрат компанії;
- розрахунок ставки дисконтування або коефіцієнта капіталізації залежно від вибраного методу та показника доходу;
- розрахунок вартості бізнесу шляхом приведення майбутніх доходів до вартості на момент проведення оцінки з використанням методів дисконтування або капіталізації.

Для оцінки бізнесу за доходом сучасна міжнародна практика використовує два методи: метод капіталізації доходу та метод дисконтованих грошових потоків.

Метод дисконтування грошових потоків набув в оціночній практиці багатьох країн світу широкого поширення у зв'язку з тим, що за його допомогою можна врахувати майбутні перспективи розвитку.

У оціночній теорії виділяють два види грошового потоку: для власного капіталу та інвестованого. Грошовий потік для власного капіталу відрізняється від інвестованого. По-перше, чистий прибуток для інвестованого грошового потоку збільшений на суму величини відсотків за довгостроковими кредитами. По-друге, при розрахунку грошового потоку для власного капіталу враховується зміна довгострокових пасивів, а для інвестованого потоку – ні.

З теоретичної точки зору метод дисконтування грошових потоків - найкращий, проте він є досить працемістким. Існують оцінки, які неможливо здійснювати без використання цього методу – це розроблення та оцінка інвестиційних проектів. Головні переваги оцінки бізнесу методом дисконтування грошових потоків з базуванням саме на прогнозі грошових потоків, а не просто прибутків, полягає в наступному:

- майбутні прибутки від бізнесу безпосередньо враховують лише очікувані поточні витрати по виробництву та продажу продукції, тоді як майбутні капіталовкладення на підтримку й розширення виробничих або торгових потужностей бізнесу в прогнозі прибутків відбиваються лише частково;

- недолік прибутку (збитків) як показника в інвестиційних розрахунках за оцінкою бізнесу також пояснюється тим, що прибуток, будучи чисто бухгалтерським звітним показником, схильний до маніпуляцій, залежить від обраного методу обліку вартості купівельних ресурсів в собівартості проданої продукції, методу прискореної амортизації, критерію зарахування продукції в реалізовану продукцію тощо.

Основними елементами грошового потоку, що приймаються для оцінки, є: чистий прибуток після оподаткування й виплати відсотків; амортизаційні відрахування, що нараховуються компанією на основні засоби та нематеріальні активи компанії за мінусом капітальних вкладень; збільшення довгострокової заборгованості компанії; зменшення власного оборотного капіталу компанії.

Виходячи з визначених елементів, оцінювач визначає величину ставки дисконтування, яка відображає величину ризиків, властивих вкладенням в оцінюваний бізнес. У економічному сенсі в якості ставки дисконтування виступає необхідна інвесторам ставка доходу на вкладений капітал в порівнювальні за рівнем ризику об'єкти інвестування, або – необхідна ставка доходу за наявними альтернативними варіантами інвестицій із співставним рівнем ризику на момент оцінки.

Найпоширенішими методиками визначення ставки дисконтування є:

- для грошового потоку для власного капіталу - модель оцінки капітальних активів (CARM – Capital Asset Pricing Model), метод кумулятивної побудови;
- для грошового потоку для всього інвестиційного капіталу – модель середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted Average Cost of Capital).

Розрахунок ставки дисконтування залежить від того, який тип грошового потоку використовується для оцінки за базовий. Завершальним етапом визначення вартості бізнесу методом дисконтованих грошових потоків є внесення підсумкових поправок.

Метод капіталізації застосовується у тому випадку, коли майбутні чисті доходи або грошові потоки приблизно дорівнюватимуть поточним або темпи їх зростання будуть помірними та передбаченими. Суть методу полягає в тому, що визначається величина щорічного доходу та відповідна йому ставка капіталізації, на основі яких розраховується вартість компанії.

Для капіталізації майбутнього доходу в справжню вартість застосовуються два підходи: прямої капіталізації та капіталізації за нормою віддачі [5]. Пряма капіталізація визначає справжню вартість майбутнього потоку доходів як відношення річного доходу, що припадає на право власності, до коефіцієнта капіталізації для цього права власності.

Основна перевага цього методу – простота розрахунків. Інша перевага полягає в тому, що метод прямої капіталізації безпосередньо відображає ринкову кон'юнктуру. Це пов'язано з тим, що під час його застосування, як правило, враховується чимала кількість операцій й здійснюється їх аналіз з огляду доходу та вартості. Також до переваг цього методу можна віднести можливість віддзеркалення потенційної прибутковості бізнесу та можливість обліку ризику, як галузі, так і підприємства.

Метод капіталізації за нормою віддачі застосовується за наявності достовірних прогнозів відносно величини кожного грошового потоку, терміну його реалізації, строків володіння та норми дисконтування, яка відповідає ризику інвестиції в оцінюване право власності. Першою складовою коефіцієнта капіталізації є ставка дисконтування, друга – внесок на відшкодування основної суми капіталу – відповідає за повернення капіталу. Процес повернення основної суми капіталу носить назву рекапіталізації, а сама складова – коефіцієнта рекапіталізації. Існують три методи рекапіталізації, згідно стандарту [6]. Метод прямолінійної рекапіталізації (модель Рінга) полягає у поверненні суми інвестованого капіталу щорічно однаковими частинами. Рекапіталізація за коефіцієнтом прибутковості інвестицій (модель Інвуда) полягає в тому, що коефіцієнт рекапіталізації дорівнює чиннику фонду відшкодування при тій же ставці відсотка, що і за інвестиціями. Метод рекапіталізації за безризиковою ставкою відсотка (модель Хоскалда) застосовується у випадку, якщо реінвестування за тією ж ставкою відсотка, що і первинні вкладення, вважається маловірогідним.

**Висновок.** Вибір оптимального методу визначення вартості підприємств дозволяє уникнути попередньої працемісткої оцінки грошових потоків, очікуваних від бізнесу в різні конкретні майбутні періоди, в основному зумовлений характером доступної інформації, особливостями ринку та специфікою самого оцінюваного об'єкту, результат оцінки повинен бути один – ринкова вартість, якщо всі застосовані методи у всіх своїх елементах ґрунтуються на достовірній ринковій інформації.

Результати проведених досліджень можуть в подальшому успішно впроваджуватись в діяльність українських підприємств різних галузей з метою визначення саме того виду вартості, який є визначальним, і методів, які слід використовувати для розрахунку цієї вартості.

## Список літератури

1. Сычева, Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А.. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Изд. "Феникс". - Ростов н/Д, 2003. - 384 с.
2. Валдайцев СВ. Оценка бизнеса. Изд-БО "Проспект"- М.: ТК Велди, 2003. - 352 с.
3. Оценка бизнеса / Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. - М.: Финансы и статистика, 2000. – 196 с.
4. Сравнительный метод оценки стоимости компании // М.: Финансовый директор. - 2004. - № 4.
5. Лейфер Л.А. Метод прямой капитализации. Обобщенная модель Инвуда // [http://www.labrate.ru/leifer/lev\\_leifer\\_article-model\\_inwood.htm](http://www.labrate.ru/leifer/lev_leifer_article-model_inwood.htm).
6. Про затвердження Національного стандарту №1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав"// постанова КМУ від 11 вересня 2003 р. № 1440 // <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>.

В статье проанализированы особенности, преимущества и недостатки методов исследования стратегических подходов к оценке рыночной стоимости предприятия.

Special features, advantages and limitations of methods of researching the strategic approaches to estimation of enterprise's market value are analyzed in the paper.